

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳 杨妍

## 疫情以来金砖国家货币政策及 金融市场表现

### 阅读摘要

除美联储政策外，金砖国家货币政策选择受贸易收支及国际资金流动的影响亦较大。疫情初期金砖国家先后跟随美联储大幅降息，伴随经济逐步走出疫情阴霾，各国货币政策分化态势较为明显。美联储政策路径、大宗商品价格走势等是影响金砖国家金融市场表现的重要因素。

步入 2024 年，美联储或最早于二季度开启降息，叠加全球经济增长承压，金砖国家货币宽松的政策空间拓阔、必要性增加。其中：人行已于年初超预期降准，后续降息空间仍存；巴西央行配合政府“再工业化”计划，降息动力较足；印度、南非、沙特、阿联酋等国面对大宗商品需求压力，大概率跟随美联储于下半年降息；俄罗斯、埃及、伊朗等国经济增长受地缘局势影响较大，“滞涨”状况或延续一段时间，各国央行为支持经济亦可能实施货币宽松政策。货币政策普遍趋松背景下，新兴市场汇率料普遍回暖，但亦视乎各国经济景气程度及央行货币宽松幅度有所分化；债券利率存在下行空间，但经济景气程度整体低迷，收益率曲线或呈牛平走势；内外利差收窄，新兴市场国际资金的吸引力提升，料可提振股市表现，但各国经济景气程度仍是最重要决定因素。

# 疫情以来金砖国家货币政策及金融市场表现

## 一、影响金砖国家货币政策选择的三个因素

**（一）半数金砖国家实施不同程度盯住美元的汇率制度，美联储政策对金砖国家货币政策选择具有较大影响**

**金砖五国中**，南非和俄罗斯实施自由浮动汇率制度，中国、印度、巴西实施有管理的浮动汇率制度。除印度外，普遍实施不同程度的外汇管制措施<sup>1</sup>。**海湾国家中**，多数国家实施盯住美元的汇率制度安排，外汇可自由兑换，货币政策亦多跟随美联储（见图表 1）。

---

<sup>1</sup> 印度放开外汇管制且资本项目开放水平较高，但因常年存在经常项目逆差，需利用资本项目进行融资，因而面临国际资金“大进大出”的潜在风险，印度央行为维护币值稳定需进行干预，故而牺牲一定货币政策独立性。

**图表 1：金砖各国汇率及货币政策框架**

国别	汇率制度	基准利率	通胀目标
中国	有管理的浮动汇率制度	中期借贷便利 操作利率	3%
俄罗斯	自由浮动汇率制	再融资利率	4%
印度	有管理的浮动汇率制度	再回购利率	4%，容忍区间为 2%~6%
巴西	有管理的浮动汇率制度	SELIC 目标利率	2023 年通胀目标为 3.25%，容忍上限为 4.75%
南非	自由浮动汇率制	再回购利率	3%-6%
埃及	钉住美元、稳定安排汇率制	贴现率	2022 年末时设定的通胀目标： 2024 年第四季度实现平均通胀率 7% (±2%)，到 2026 年第四季度实现 5% (±2%)
沙特	钉住美元固定汇率制	再回购利率	-
伊朗	类爬行钉住一篮子货币	回购截止利率	2022 年度通胀目标设定为 22%
阿联酋	传统钉住美元	再回购利率	-
埃塞俄比亚	类爬行钉住美元	储蓄存款利率	-

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

**（二）作为全球重要的资源中心、生产中心，叠加持续提升的国际投资吸引力，金砖国家货币政策选择受贸易收支和国际资金流动的影响亦较大**

贸易收支对金砖国家货币政策影响较大。从全球产业链分工角度看，金砖各国多处于全球产业链的上中游，矿产资源和农产品加工出口以及劳动密集型制造业是重要的经济支柱，多数经济体外贸依存度较高，因而货币政策受贸易收

支影响较大。

国际资金流动对金砖国家货币政策选择的影响也呈上升态势。以 FDI 为例，2001 年-2022 年间，金砖国家 FDI 流量份额从 844 亿美元增至 3149 亿美元、增长近 4 倍，占全球 FDI 流量的份额从 10.92% 增至 24.32%<sup>2</sup>。从 FDI 存量来看，金砖国家从 2001 年的 0.4257 万亿美元增至 2022 年的 5.7015 万亿美元，增长了约 13 倍。

## 二、疫情以来金砖国家的货币政策选择

整体看，疫情以来多数金砖国家货币政策与美联储节奏相似，从大幅降息走向快节奏加息，目前基准利率处于 3.4%-4.2% 高位；人行延续稳健灵活的货币政策基调，相机助力经济疫后复苏和持续高质量转型。

1. 疫情突然冲击下（2020 年），金砖多国跟随美联储大幅降息，埃及、南非、巴西、俄罗斯降息幅度较美联储更大；较好的经济表现支持下人行仅小幅降息。

2020 年新冠疫情在全球蔓延，从供需两侧对经济形成冲击。供应链中断导致进出口受阻，能源和矿产价格大跌，尤其原油价格一度跌至 2001 年以来的新低，拖累南非（2020 年实际 GDP 增速为 -5.96%）、阿联酋（-4.96%）、沙特（-4.34%）、巴西（-3.28%）、俄罗斯（-2.65%）等资源密集型国家经济陷入负增长。另外，防止疫情蔓延的封控措施亦限制劳动密集型制造业产出，2020 年印度实际 GDP 增速大幅下挫 5.83%。

---

<sup>2</sup> 数据转引自陈曦：《国际投资促进金砖国家共同繁荣》，中国外经贸企业服务网。

但也有四个国家实现了正增长，中国凭借最快控制疫情的优势，出口大幅增长，实际 GDP 录得正增长 2.24%；伊朗在石油和农产品增产以及加强与新兴国家间贸易金融往来共同助力下，实现正增长 3.33%；埃塞俄比亚增长 6.06%，但较疫情前 10%上下的增速仍有明显下滑；埃及经济受农产品出口提振增长 3.57%，但旅游业停滞亦形成明显拖累。

为缓和金融市场波动，快速注入流动性稳定经济，各国央行普遍开启快速大幅度的降息。金砖国家中，南非最先开启降息（2020 年 1 月）、其次是巴西和中国（2020 年 2 月），多数国家在 3-8 月连续快速降息，埃及（-400BP）、南非（-300BP）、巴西（-250BP）、俄罗斯（-200BP）年内降息幅度较美联储（-150BP）更大，人行 2020 年 2 月和 4 月仅分别降息 10BP、20BP。

2. 疫情逐步恢复期间（2021-2022 年），多数金砖国家收紧货币政策，巴西、俄罗斯、阿联酋领先美联储加息；人行延续稳健货币政策小幅降息。

2021-2022 年，各国经济从疫情中开始复苏，需求逐步恢复，但供应链修复较为缓慢，2022 年 2 月乌克兰危机非预期爆发，原油和农产品价格阶段性冲高，对资源密集型国家出口形成暂时利好，但随之而来的通胀持续升温，则反向抑制消费，并增大进口压力。

多数金砖国家央行领先或同步美联储收紧货币政策。其中，巴西和俄罗斯于 2021 年 3 月最先开启本轮加息，两国

的通胀升幅在金砖国家间居前（2019 至 2022 年通胀升幅分别为 5.5%、9.3%），特别地，俄罗斯央行在乌克兰危机爆发时一次性将基准利率从 9.5% 升至 20%，旨在防止资金外流及应对欧美制裁造成的通胀风险，但一个月后便开始连续降息稳经济；阿联酋在 2021 年 6 月试探性加息一次，此后与沙特、埃及等一起自 2022 年 3 月起跟随美联储加快紧缩步伐；印度于 2022 年 5 月开始加息，2022 年内加息 5 次共 225BP；人行延续稳健货币政策，于 2022 年 1 月和 8 月各降息 10BP。

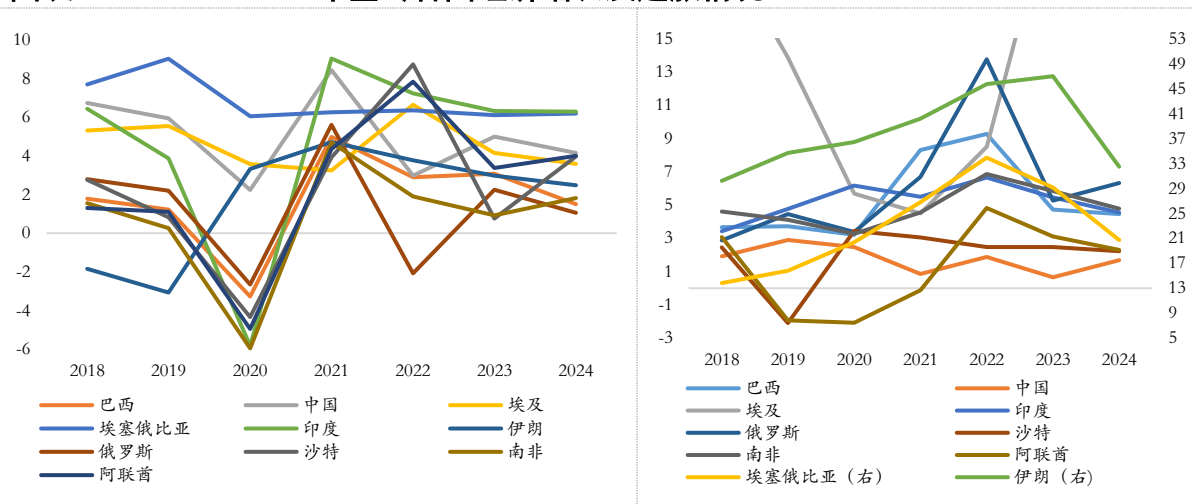
**3. 疫后经济逐步复苏（2023 年），经济复苏节奏差异化背景下，金砖各国货币政策分化特点较为突出，巴西意外降息。**

2023 年，全球通胀逐步缓和，但高利率对经济的滞后影响逐渐显现，金砖各国经济景气及通胀状况分化，货币政策分化特点更为突出。沙特、阿联酋、埃及和南非央行在 2023 年上半年仍继续跟随美联储加息，印度央行在 2 月亦加息一次，主因年初时印度通胀重新走升；俄罗斯降息周期（2022 年 4 月-2022 年 9 月）结束后，俄央行在 2023 年上半年维持基准利率不变，但自 2023 年 5 月后通胀重新抬头并持续升温背景下，7 月俄央行重启加息，至年末共加息 5 次、共计 850BP。

进入下半年，新兴经济体增长压力逐渐增大，巴西经济景气持续低迷（2023 年全年制造业 PMI 几乎均低于荣枯线）、出口增速明显回落，巴西央行于 8 月初意外宣布降息，年内

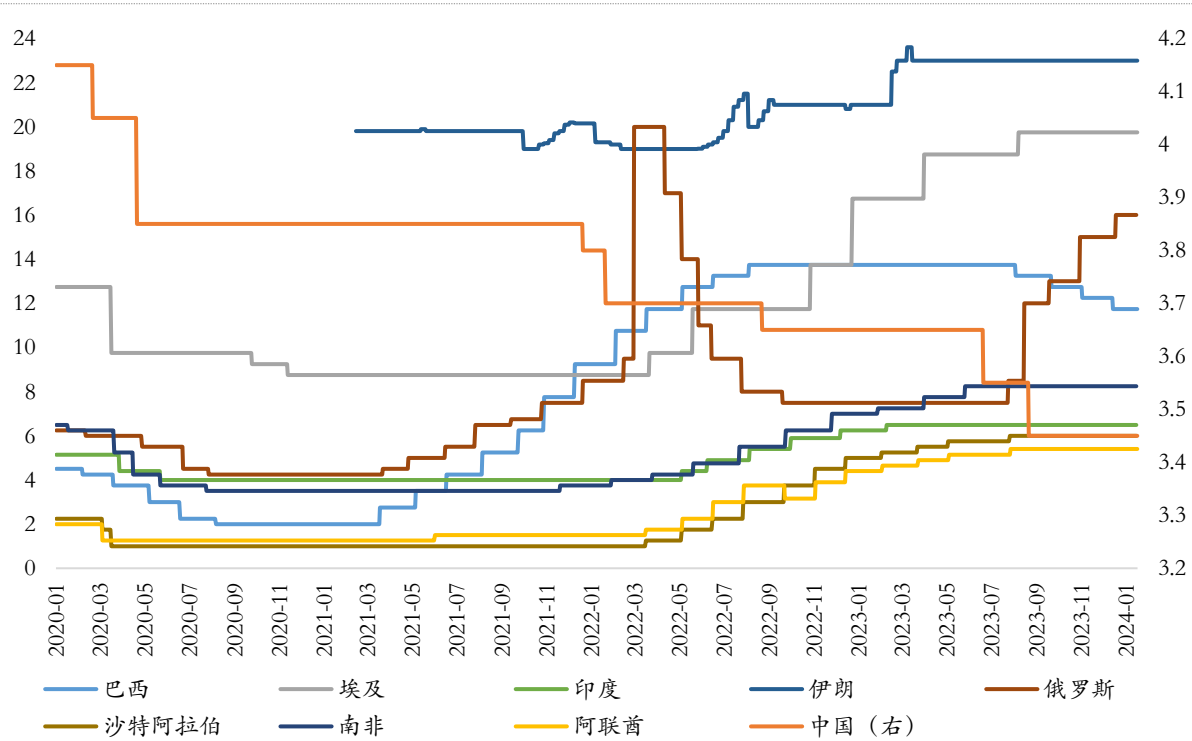
共降息 4 次、共计 200BP；人行延续稳健的货币政策，于 6 月和 8 月分别降息 10BP、15BP。

图表 2-3：2018-2024 年金砖各国经济增长及通胀情况



数据来源：IMF、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（注：2023/2024 年数据为预测值）

图表 4：2020-2023 年金砖各国基准利率变动情况



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### 三、疫情以来金砖各国金融市场表现

**(一)纵向对比：伴随多数金砖国家跟随美联储调整货币政策、疫后经济逐步修复背景下，金砖国家债市利率普遍转升，汇市整体延续承压，股市表现从整体承压走向分化向好**

2020年，新冠疫情蔓延导致金融市场大幅波动，各国央行普遍降息释放流动性，带动国债利率下行。实体经济承压背景下，多数金砖国家股市涨幅有限。

2021年，疫后经济逐步复苏，各国央行普遍将利率维持低位。其中，资源密集型国家受益于大宗商品价格上涨，股市表现亮眼，国债利率小幅上行。

2022年，美联储激进加息、各国经济复苏分化加剧以及乌克兰危机等事件扰动下，非美金融资产表现普遍承压。金砖国家国债收益率普遍大幅上行、但小于美债；货币多数承压、大宗商品价格上涨支撑资源型国家货币相对坚挺；股市震荡、分化明显。

2023年，多数央行跟随美联储放缓加息节奏、流动性压力有所缓和，非美货币贬值压力大幅缓解，国债利率升势普遍放缓。部分新兴经济体增长继续受益于相对偏高的资源品价格和工业品出口，吸引跨境资本流入提振股市。

**(二)横向对比：步入2023年，金砖国家股市分化向好，伊朗、印度股市表现亮眼；债市波动分化，中国长期国债利率先升后降；汇率普遍仍承压**

除埃塞俄比亚外，目前金砖各国均有正式的证券交易所，



根据 2023 年各交易所上市公司总市值排名，中国上交所、深交所和港交所分别位居世界第三、第六、第七位，此外沙特证券交易所及伊朗德黑兰证券交易所亦排名靠前，分别位于第十一、十二位（见图表 5）。

**图表 5：2023 年末金砖各国股市基本情况概览**

国别	主要交易所	上市公司总数	总市值 (亿美元)	全球总市值 排名	总交易额 (亿美元)
中国	上交所	2263	65247.6	3	125461.8
	深交所	2835	44319.6	6	159685.8
	港交所	2609	39747.8	7	23288.9
俄罗斯	莫斯科证券交易所	824	6292.6	26	2000.7
印度	印度国家证券交易所 (NSE)	2347	39893.1	8	17099.9
巴西	巴西证券期货交易所	369	7944.2	20	11280.0
南非	约翰内斯堡证券交易所	284	10258.3	19	2655.0
埃及	埃及证券交易所	241	556.5	53	200.5
沙特	沙特证券交易所	310	30153.6	11	3492.1
伊朗	德黑兰证券交易所	386	17125.3	12	3109.1
阿联酋	迪拜金融市场	63	1870.4	36	268.1
	阿布扎比证券交易所	100	8071.3	21	856.9

数据来源：WFE、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（数据截至 2023 年末，埃塞俄比亚尚无证券交易所）

**股市表现分化较为突出，伊朗、印度股市表现亮眼。**伊朗政府推动国企私有化带动股市交投活跃，叠加高通胀推升股票市值，伊朗 TEDPIX 指数从 2019 年下半年开始大幅飙升，2020 年逆势暴涨近 230%，并连续 4 年涨幅位于前三。印度强劲的经济表现推动 Sensex30 指数趋势上行，连续 4 年均录得涨幅。埃及、阿联酋、沙特、巴西等资源密集型国家股市波动走升，受疫后经济复苏加速以及埃及镑大幅贬值等因素影响，埃及 EGX30 指数从 2022 年下半年开始大幅上涨，

2023 年末突破两万点刷新历史新高、较前期低点累计上涨近 200%；**阿联酋和沙特**股市跟随油价波动，2020 年 3 月到 2022 年上半年受油价大幅反弹驱动，ADX 综指、Tadawul 综指趋势上行、2021 年领涨金砖国家；受**巴西**政府积极推动经济改革以及降息等因素影响，2023 年**巴西 Ibovespa** 指数显著上涨，并刷新历史新高。多因素影响下，**中国和俄罗斯**股市宽幅波动，跨周期政策持续推动经济转型、中美货币政策分化等因素影响下，2022-2023 年**A 股**阶段性调整；香港金管局跟随美联储加息、外向型经济增长承压、地缘局势复杂化等压力叠加拖累下，**港股**承压持续走弱；2022 年乌克兰危机爆发后，欧美制裁重创俄罗斯经济，引发卢布贬值，**俄罗斯 MOEX** 指数暴跌，最低点较前期高点下挫超 50%，领跌金砖国家（见图表 6）。

**图表 6：2020-2023 年金砖国家股市行情**

2023	埃及 EGX30 70.5%	俄罗斯 MOEX 指数 43.9%	伊朗 TEDPIX 指数 35.2%	巴西 Ibovespa 指数 22.3%	印度 Sensex30 指数 18.7%	沙特 Tadawul 综指 13.5%	南非 富时 JSE 综指 5.3%	中国内地 上证综指 -3.7%	阿联酋 ADX 综指 -6.3%	中国香港 恒生指数 -13.8%
2022	伊朗 TEDPIX 指数 22.8%	埃及 EGX30 22.2%	阿联酋 ADX 综指 20.3%	巴西 Ibovespa 指数 4.7%	印度 Sensex30 指数 4.4%	南非 富时 JSE 综指 -0.9%	沙特 Tadawul 综指 -6.9%	中国内地 上证综指 -15.1%	中国香港 恒生指数 -15.5%	俄罗斯 MOEX 指数 -43.1%
2021	阿联酋 ADX 综指 68.2%	沙特 Tadawul 综指 30.4%	南非 富时 JSE 综指 24.1%	印度 Sensex30 指数 22.0%	俄罗斯 MOEX 指数 15.1%	伊朗 TEDPIX 指数 11.7%	埃及 EGX30 10.2%	中国内地 上证综指 4.8%	巴西 Ibovespa 指数 -11.9%	中国香港 恒生指数 -14.1%
2020	伊朗 TEDPIX 指数 227.2%	印度 Sensex30 指数 15.8%	中国内地 上证综指 13.9%	俄罗斯 MOEX 指数 8.0%	南非 富时 JSE 综指 4.1%	沙特 Tadawul 综指 3.6%	巴西 Ibovespa 指数 2.9%	阿联酋 ADX 综指 -0.6%	中国香港 恒生指数 -3.4%	埃及 EGX30 -22.3%

数据来源：Macrobond、英为财经、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**各国汇率在高通胀和利差走阔拖累背景下普遍承压。巴西雷亚尔、人民币、埃及镑和俄罗斯卢比波动较大，2020-**

2021 年，疫情爆发后经济表现较好的**埃及和中国**货币领涨，尤其是受益于出口超预期增长的中国。2021 年下半年以来，美联储激进紧缩、美国经济韧性超预期等因素影响下，美元指数趋势走升、最高升破 114 关口，并维持高位震荡，利差走阔成为影响非美货币走势的主要因素。货币政策相对较宽松的**中国和俄罗斯**货币贬值压力较为明显，人民币两度阶段性承压（2022 年 3 月-10 月、2023 年 4 月-9 月）、最弱跌破 7.3 关口，2022 年 6 月以来俄罗斯卢布止升转跌、并趋势走贬至 100 上方；受高通胀、高债务和外汇短缺叠加冲击，2022 年 3 月以来**埃及镑**连续大幅贬值，2023 年 3 月以来，官方汇率维持在 30.9 上下波动，但平行市场汇率屡创新低；受益于大宗商品价格高企和货币政策更紧，2022 年以来**巴西雷亚尔**逆势走升、连续两年成为金砖国家最强货币。大宗商品价格高企对**南非兰特**亦有支撑，但偏疲弱的经济拖累下，持续贬值压力相对较大。**沙特里亚尔、伊朗里亚尔和阿联酋迪拉姆**币值相对稳定、年度升贬幅普遍在  $\pm 1\%$  以内（见图表 7）。

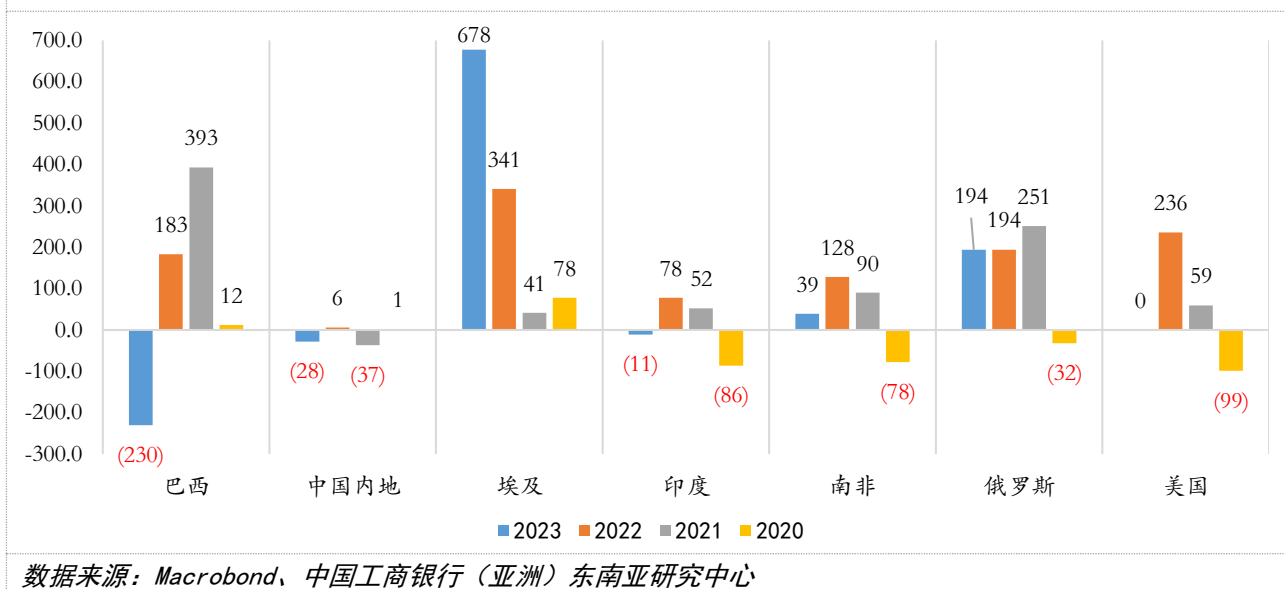
**图表 7：2020-2023 年金砖国家汇市行情**

2023	巴西 雷亚尔 -8.2%	沙特 里亚尔 -0.2%	伊朗 里亚尔 -0.02%	阿联酋 迪拉姆 -0.003%	印度 卢比 0.6%	美国 美元指数 -2.04%	中国内地 人民币 2.6%	埃塞俄比亚 比尔 5.1%	南非 兰特 7.5%	俄罗斯 卢布 23.9%	埃及 埃及镑 24.9%
2022	美国 美元指数 7.84%	巴西 雷亚尔 -5.1%	俄罗斯 卢布 -3.9%	阿联酋 迪拉姆 0%	伊朗 里亚尔 0.003%	沙特 里亚尔 0.104%	南非 兰特 6.6%	中国内地 人民币 8.6%	埃塞俄比亚 比尔 8.9%	印度 卢比 11.1%	埃及 埃及镑 57.6%
2021	美国 美元指数 6.68%	中国内地 人民币 -2.7%	埃及 埃及镑 -0.2%	伊朗 里亚尔 0.003%	阿联酋 迪拉姆 0.011%	沙特 里亚尔 0.072%	俄罗斯 卢布 1.4%	印度 卢比 2.0%	巴西 雷亚尔 7.3%	南非 兰特 8.6%	埃塞俄比亚 比尔 29.5%
2020	中国内地 人民币 -6.3%	埃及 埃及镑 -2.0%	阿联酋 迪拉姆 -0.016%	伊朗 里亚尔 -0.006%	沙特 里亚尔 0%	印度 卢比 2.5%	南非 兰特 5.0%	美国 美元指数 -6.73%	埃塞俄比亚 比尔 18.7%	俄罗斯 卢布 19.1%	巴西 雷亚尔 29.2%

数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**债市波动分化，中国长期国债利率先升后降。2020 年为应对疫情冲击，各国普遍降息，印度、南非、俄罗斯国债利率下行，而经济表现较好的埃及和中国内地国债利率则逆势上行。2021-2022 年高通胀下货币政策普遍由松转紧，推动国债利率大幅攀升。多数央行领先或与美联储同步加息，其中，巴西央行、埃及央行紧缩幅度明显强于美联储，国债利率分别大幅攀升 576BP、382BP 亦高于美债利率（295BP）；俄央行先降息再加息，但累计加息 325BP 幅度仍强，国债利率亦大幅上行 445BP，仅次于巴西（576BP）；中国人行延续稳健货币政策，国债利率下行 31BP。2023 年，各国货币政策有所分化，多数央行跟随美联储放缓加息步伐，国债利率上行幅度有限，但埃及、俄罗斯为抗通胀激进加息 300BP、850BP，国债利率大幅上行 678BP、194BP，巴西央行率先开启降，国债利率跌 230BP（见图表 8）。**

图表 8：主要金砖国家十年期国债利率走势（BP）



#### 四、2024 年金砖国家金融市场走势展望

步入 2024 年，美联储大概率二季度开启降息，美元指数料缓步下行，金砖各国货币宽松面临的外部压力减弱，但地缘局势复杂化，乌克兰危机前景未明，巴以冲突衍生苏伊士运河航运中断亦对全球供应链造成打击，WTO 或下调全球商品贸易增长的估计，金砖国家多数为出口导向经济体，各国面临的经济增长的不确定性压力亦普遍增加，各央行实施宽松货币政策的必要性上升。其中，人行已于 2024 年 1 月超预期降准 0.5 个百分点，释放流动性 1 万亿元，后续降息空间仍存，并配合结构性货币政策维持市场流动性稳健充裕，引导实体经济融资成本稳中有降；巴西经济增速在 2024 年或有边际放缓，为支撑经济，巴西政府发布未来十年工业发展方案，旨在以国家信贷、补贴企业等方式推动“再工业化”，央行配合降息以降低政府融资成本的动力较足；印度、南非

等国目前经济增长动能仍较强，但全球经济景气整体仍承压背景下，央行降息的必要性增强；为持续提振经济，**沙特和阿联酋**等资源密集型国家或跟随美联储于下半年开启降息；**俄罗斯、埃及、伊朗**等国经济发展受地缘局势扰动较大，“滞涨”状况或将延续一段时间，各国央行为支持经济亦可能实施货币宽松操作。

**金砖国家金融市场整体表现料转好。**美元指数震荡走弱背景下，新兴市场**汇率**普遍回暖，但亦视乎各国经济景气程度及央行货币宽松幅度有所分化；货币政策普遍转向宽松的背景下，债券利率存在下行空间，但经济景气整体低迷，收益率曲线或呈牛平趋势；内外利差收窄，新兴市场对国际资金吸引力提升，提振金砖各国**股市**表现，但各国经济景气程度仍是最重要决定因素。